

بررسی اثر استفاده از روش سرمایه‌گذاری بر اثربخشی منابع صندوق توسعه ملی

نویسندگان: رضا محمدی، اباذر کریمی راهجردی

چکیده

ساختار و عملکرد صندوق توسعه ملی در راستای تحقق عدالت اقتصادی مشکلات فراوانی دارد و لازمه اصلاح آن، تغییر ساختار حقوقی - اقتصادی و بازنگری در اهداف آن و روش‌های سرمایه‌گذاری در آن است به گونه‌ای که باید ساختار آن حاکمیتی شود و ثروت‌های طبیعی در درجه اول به ثروت‌های ماندگار دیگر تبدیل شده و سپس درآمدهای حاصل از آن با توجه به اهداف صیانتی، توسعه‌ای و تثبیتی، تخصیص داده شود. صندوق توسعه ملی پس از یک دهه فعالیت و در ابتدای دهه دوم حیات خود، با یک تغییر رویکرد مهم و بنیادین مواجه است. مطابق این تغییر، صندوق توسعه ملی از این به بعد علاوه بر اعطای تسهیلات بصورت ارزی و ریالی، تصمیم دارد بخشی از سبد دارایی‌های خود را به سرمایه‌گذاری اختصاص دهد. اما منظور از سرمایه‌گذاری چیست؟ به چه دلیل این امر ضرورت یافته است؟ ارکان صندوق و بخش‌های مختلف حاکمیت نظام جمهوری اسلامی چه وظایفی در عملیاتی‌سازی این استراتژی و کمک به تحقق آن به بهترین صورت ممکن دارند؟ در متن پیش رو، قصد داریم ابعاد مختلف این استراتژی را به منظور کمک به فهم و اجرای هرچه بهتر آن مورد بحث قرار دهیم.

واژه‌های کلیدی: صندوق توسعه ملی، روش سرمایه‌گذاری، اثربخشی منابع

صندوق توسعه ملی که در سال ۱۳۸۹ بر اساس ماده ۸۴ قانون برنامه پنجم توسعه کشور و با هدف تبدیل بخشی از عواید ناشی از فروش نفت و گاز و میعانات گازی و فرآورده های نفتی به ثروت های ماندگار، مولد و سرمایه های زاینده اقتصادی و نیز حفظ سهم نسل های آینده از منابع نفت و گاز و فرآورده های نفتی تشکیل شده است، تمام تلاش و همت خود را بکار گرفته است تا با رویکرد توسعه پایدار اقتصادی، بازدهی بهینه منابع و رعایت توازن بخشی و منطقه ای از طریق اعطای عاملیت به بانک های کشور، اقدام به تأمین منابع مالی ارزی و ریالی برای فعالیت های دارای توجیه فنی، مالی و اقتصادی نموده و زمینه تحقق اهداف صندوق توسعه ملی مندرج در سیاست های کلی ابلاغی برنامه پنجم توسعه را فراهم نماید. صندوق توسعه ملی بر آن است تا همگام با سیاست های اقتصادی دولت سیزدهم و برنامه هفتم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران و با اولویت بخشی به دو رویکرد مهم و جاری نظام حول محور کنترل تورم و ایجاد رشد اقتصادی از طریق توسعه سرمایه گذاری های اشتغال زا و تشویق سرمایه گذاری، زمینه تحقق اهداف ایجاد صندوق توسعه ملی را فراهم نماید.

ارزیابی مبانی قانونی تشکیل صندوق توسعه ملی

به نظر می رسد یکی از مهم ترین عوامل و دلایل عدم موفقیت کامل در هدف اصلی حساب ذخیره ارزی که رفع نوسانات بازار نفت و کاهش وابستگی بودجه کشور به درآمدهای نفتی بود، ناکافی و ضعیف بودن کارکرد و ماهیت روش عمل است که آن را حساب تلقی کرده و اصالت و استقلال برای آن قائل نبوده اند. از این رو تجربه حساب ذخیره ارزی نشان داد که باید راهکارها و سیاست هایی اتخاذ شود تا از مداخله دولت در این زمینه بکاهند که با توجه به سازوکار تعریف شده برای صندوق توسعه ملی و نحوه کارکرد آن می توان امیدوار بود برخلاف حساب ذخیره ارزی، حداقل بخشی از درآمد نفت از دسترس دولت دور نگه داشته شده و امکان استفاده از آن در هزینه های جاری وجود نداشته باشد که مهمترین تفاوت صندوق توسعه ملی با حساب ذخیره ارزی در همین نکته است.

البته صندوق توسعه ملی نسبت به حساب ذخیره ارزی، مزیت دیگری نیز دارد. در شرایط تأسیس این صندوق، دولت باید درصد مشخصی از درآمد نفت را بدون هیچ گونه ملاحظه ای به آن واریز کند تا از طریق این صندوق در اختیار بخش خصوصی قرار گیرد. در ابتدا قرار بود حدود ۴۰ درصد درآمدهای حاصل از فروش نفت به صندوق مذکور اختصاص یابد که با توجه به آخرین تغییرات، میزان ورودی درآمدهای نفت به آن به ۲۰ درصد رسیده است؛^۱ اما باید توجه داشت که علی رغم مزایای موجود، معایبی نیز در این زمینه وجود دارد که در ادامه به آن پرداخته می شود. این معایب در سه بخش ثبات مالی، سرمایه گذاری منابع صندوق و شفافیت ذکر می شوند مهم ترین اجزای موفقیت یک صندوق ثروت هستند.

^۱ لازم به تذکر است که مابه تفاوت ۲۰ درصد تا ۴۰ درصد به عنوان تسهیلات اعطایی به دولت تلقی میشود و دولت مکلف به بازپرداخت آن خواهد بود.

الف عدم استقلال از دولت

تجربه صندوق های تثبیت در سطح جهانی و همچنین حساب ذخیره ارزی نشان می دهد که صندوق ها چه با هدف تثبیت و چه با هدف پس اندازی طراحی شده باشند، بدون توجه به اصل مهم «ایجاد محدودیت برای مصرف و برداشت دولت» کارایی خود را از دست می دهند. به طور کلی مخارج دولت بیشتر متشکل از هزینه در بخش های غیرقابل تجارت مانند ساختمان، خدمات و سرمایه گذاری ها در بخش های حمایت شده می باشد. به علاوه مخارج پرسنلی بخش مهم دیگری است. تمام این مخارج، تقاضا برای کالاهای غیرقابل تجارت را افزایش می دهد و سپس به فشار روبه بالا بر نرخ ارز واقعی منجر می شود. به علاوه افزایش جذب داخلی در نتیجه سیاست بودجه انبساطی، تقاضای اضافی برای کالاهای غیرقابل تجارت را ایجاد می کند که به افزایش ارزش نرخ ارز واقعی منجر می شود (جوادی، ۱۳۸۸).

این مسئله منجر به فعال شدن پتانسیل اقتصاد کشور برای بروز بیماری هلندی می شود. بنابراین اگرچه در اساسنامه صندوق توسعه ملی اشاره شده است که دولت حق برداشت منابع صندوق برای پوشش هزینه های جاری را ندارد، اما باید توجه داشت هزینه کرد این منابع در هزینه های عمرانی هم دارای همان آثار افزایش تقاضا محسوب شده و سبب تورم می گردد. طی سه دهه گذشته هر دو متغیر رشد درآمد نفت و رشد مخارج دولت با نوسانات بسیاری مواجه بوده اند. همان گونه که مشاهده می شود در اغلب موارد، رشد درآمد واقعی نفت همراه با رشد مخارج واقعی دولت بوده است که این مسئله بدان معنی است که توجهی به آثار منفی هزینه کرد بی رویه درآمدهای ارزی ناشی از صادرات نفت نشده است. در حالی که درآمد واقعی نفت طی دوره مورد بررسی تنها ۷/۵ درصد رشد داشته است رشد مخارج واقعی ۳۶/۹ بوده است. در ماده ۲ اساسنامه به معرفی هیئت امنای صندوق پرداخته شده است که علاوه بر وزرا و رئیس جمهور، چهار نفر صاحب نظر و دو نماینده مجلس به عنوان ناظر در ترکیب هیئت امنا لحاظ شده است. با وجود حضور افراد مذکور، ترکیب هیئت امنا کاملاً در اختیار دولت است و بخش غیردولتی جایگاهی در آن ندارد. همچنین حضور رئیس جمهور سبب می شود وزن اعضا همگون نباشد و هیئت امنا به طور کامل تحت تأثیر تصمیمات دولت قرار گیرد. بنابراین نمی توان چندان به موفقیت صندوق توسعه ملی خوش بین بود مگر آنکه مدیریت این صندوق با هیئتی متشکل از کارشناسان غیردولتی و مستقل از دولت باشد و از هرگونه دخالت و تأثیرگذاری دولت در این بخش جلوگیری به عمل آید. بنابراین می توان گفت که چنانچه صندوق پیشنهادی از استحکام نهادی برخوردار نباشد و تصمیم گیری در مورد منابع آن به سهولت در اختیار دولت قرار گیرد، فقدان آن از وجود آن بهتر خواهد بود؛ زیرا درجایی که تخصیص بخشی از منابع درآمد ارزی کشور در فرایند تنظیم برنامه های پنج ساله و بودجه های سالانه از فیلترهای مختلف عبور می کند و در نهایت به تصویب نمایندگان مردم می رسد، اینکه بخش قابل توجه دیگری از این منابع با سهولت بیشتر و با اوامر ریاست دستگاه اجرایی به تعدادی از منصوب شدگان خود تخصیص یابد، نقض غرض خواهد بود (رهبر، ۱۳۹۴).

ب عدم توجه به سرمایه‌گذاری در بخش نفت

نکته جالب توجه آن است که با وجود اینکه تمام منابع این صندوق از صادرات نفت خام و گاز طبیعی است؛ اما در هیچ یک از بندهای دوازده گانه مصارف صندوق، اشاره‌ای به سرمایه‌گذاری منابع در این بخش نشده است به نظر می‌رسد در صورت ادامه روند فعلی تحریم‌های نفتی، مشکلات تأمین منابع مالی در جهت حفظ و افزایش تولید و افت طبیعی مخازن، روند نزولی تولید نفت ادامه داشته باشد. این درحالی است که براساس اهداف سند چشم‌انداز در بخش نفت و گاز، ایران باید در افق چشم‌انداز ۱۴۰۴، دومین تولیدکننده نفت در اوپک با ظرفیت ۷ درصد از تقاضای بازار جهانی و سومین تولیدکننده گاز در جهان با سهم ۸ تا ۱۰ درصد از تجارت جهانی گاز و فرآورده‌های گازی باشد که با توجه به واقعیات موجود، دستیابی به این اهداف دور از واقع به نظر می‌رسد.

ج عدم شفافیت کافی

از آنجا که صندوق‌های نفتی معمولاً خارج از نظام بودجه هستند و فقط به تعداد محدودی از منصوبین سیاسی پاسخگو هستند، بنابراین صندوق‌ها نسبت به سوء استفاده و مداخله سیاسی بسیار آسیب‌پذیرند. وضعیت گزارش‌دهی و حسابرسی برای صندوق‌ها اغلب سست بوده و فقدان یکپارچگی آنها با بودجه، مراقبت از استفاده منابع عمومی را در مجموع هم برای مجلس و هم برای مردم دشوارتر می‌کند (جوادی، ۱۳۸۸).

آنچه این صندوق‌ها را از مفاسد مالی و سایر برداشت‌های غیرقانونی مصون نگه می‌دارد، حس قوی مشارکت و نظارت مردمی است. تجربیات سایر کشورها نشان می‌دهد در صورتیکه مردم و کارشناسان مستقل اطلاعاتی هرچند مختصر از صندوق‌ها، وظایف، کارکرد و قوانین حاکم بر آنها داشته باشند، مشکل مصرف منابع صندوق در خلاف جهت قوانین و اهداف مصوب آن کمتر پیش می‌آید (مهدویان، ۱۳۸۵).

تجربه صندوق‌های ثروت کشورهای نروژ و قزاقستان بیانگر آن است که حسابرسی از صندوق به صورت دوره‌ای لازم است و نتایج این حسابرسی‌ها باید در اختیار عموم قرار داده شود که این مسئله در مورد صندوق توسعه ملی به میزان کافی مورد توجه قرار نگرفته است. لزوم توجه به این مسئله به طور اخص در ارتباط با موجودی این صندوق بارها احساس شده است؛ تا آنجا که موجودی صندوق، محرمانه تلقی شده و کارشناسان با ارقام به شدت متناقضی در این زمینه مواجه شده‌اند که لزوم تصویب قوانینی در این زمینه را مشخص می‌سازد.

تخصیص منابع در صندوق‌های ثروت ملی

بهبود وضعیت قیمت نفت و همچنین چشم‌انداز مثبت اقتصاد جهانی روند رو به رشد صندوق‌های ثروت ملی را میسر کرد. میزان دارایی تحت مدیریت آنها طی سال‌های اخیر رشد قابل توجهی داشته است. علاوه بر افزایش دارایی‌های تحت مدیریت، تعداد این صندوق‌ها نیز افزایش داشته است. کشورهای دارای صندوق ثروت ملی دیدگاه خود را به این نهادهای مالی، به عنوان منابعی برای روز مبادا تغییر و آنها را فرصتی برای متنوع‌سازی درآمد کشور می‌دانند (پلیزولا، ۲۰۱۷). فعالیت صندوق‌های ثروت ملی، طی دهه‌های اخیر به شدت متحول شده و آنها از لحاظ استراتژی‌های و

فرآیندهای سرمایه گذاری تغییراتی داشته اند. ۱- افزایش سرمایه گذاری فعالانه و پذیرش ریسک ۲- تنوع و گسترش سبد سرمایه گذاری در دارایی ها و ابزارهای مالی مختلف. ۳- افزایش مشارکت مدیریت داخلی برای سببگردان، ۴- افزایش قوانین سخت گیرانه و مدیریت پیشرفته در سرمایه گذاری صندوق ها و ۵- افزایش درصد سهام و ابزارهای مالی نوین در سبد سرمایه گذاری از جمله این تحولات است (ژینگ، وانگ، کونگ و لی، ۲۰۰۹).

سیاست ها، اهداف، تخصیص دارایی و میزان پذیرش ریسک و تعهدات، موضوعاتی است که در سرمایه گذاری صندوق های ثروت ملی باید مورد بررسی قرار بگیرد. سیاست های سرمایه گذاری شامل الزامات و رهنمودهای سرمایه گذاری، اهداف بیان کننده شاخص ها و معیارهایی قابل اکتساب در سرمایه گذاری است. در تخصیص دارایی سبد سرمایه گذاری می تواند از دارایی های مختلف مثل سبد سهام، اوراق قرضه و وجوه نقد، تشکیل شود. هدف تخصیص دارایی، کاهش ریسک به وسیله متنوع سازی است و میزان پذیرش ریسک به مقدار و نوع ریسکی قابل پذیرش از سوی صندوق ها با توجه به اهداف، اشاره دارد (کاستلی و همکاران، ۲۰۱۵).

هامر، کانزل و پترووا (۲۰۰۸) با بررسی معیارهای سرمایه گذاری، نتایج زیر را شناسایی کردند: در مورد اهداف سرمایه گذاری، ۴۵ درصد صندوق ها تعیین اهداف بر اساس شاخص های اقتصادی، ۳۰ درصد تعیین بازده استراتژیک برای سرمایه گذاری ها، ۲۵ درصد هم نداشتن هدف خاص و تصمیم گیری بر اساس بازده بازارهای مالی در بلندمدت را معیاری برای تصمیمات خود عنوان نموده اند. در مورد مدیریت ریسک، سطح مورد قبول در بیشتر موارد از سوی دولت تعیین می شود اما در برخی موارد این موضوع به مدیران صندوق تفویض شده است. در ۶۵ درصد صندوق ها، مدیریت ریسک بر مبنای رتبه بندی اعتباری صورت می گیرد. در این صندوق ها ریسک اعتباری با متنوع سازی، ریسک نقدشوندگی با سرمایه گذاری در بازارهای قانونی و شناور بالا و نهایتاً ریسک ارز بر اساس تئوری های حداکثر کردن ریسک در معرض خطر محدود می شود. طبق مطالعه جیبان^۲ (۲۰۱۶) اهداف سرمایه گذاری، میزان پذیرش ریسک و تکنیک های عملیاتی مدیریت، مدیریت داخلی یا خارجی و محدودیت های سهامداری عواملی هستند که تخصیص دارایی در صندوق ها را تحت تأثیر قرار می دهند.

فیکووا (۲۰۱۵) در پژوهش خود دلایل مختلف تخصیص دارایی ها در صندوق های ثروت ملی را بررسی کرد؛ که از آن جمله می توان به اهداف مختلف سرمایه گذاری، سیاست ها و دوره های مختلف سرمایه گذاری، سبد سرمایه گذاری (استراتژی، تاکتیک و هدف تخصیص دارایی)، ریسک های سرمایه گذاری (اعتباری، نقدشوندگی، ارز، نرخ بهره و بازار)، بازده سرمایه گذاری، هزینه فرصت و منابع تأمین مالی صندوق ثروت ملی اشاره کرد. برون، پاپیوانا و ژینگ، وانگ، کونگ و لی ۱۹ معیارهای مهم در استراتژی تخصیص دارایی را اهداف، ریسک مورد انتظار، نقدشوندگی، نرخ بازدهی، دوره سرمایه گذاری و قوانین و مقررات صندوق عنوان کردند.

² Jin

انواع سرمایه‌گذاری

می‌توان انواع سرمایه‌گذاری را از زوایای متفاوتی تقسیم‌بندی کرد. با توجه به نقش و عملکرد صندوق توسعه ملی، از زاویه مسیر یا واسطه تشکیل سرمایه، پنج گروه زیر قابل استحصاء است.

۱- سرمایه‌گذاری از طریق بانک‌ها

این روش، به دو صورت امکان‌پذیر است: افتتاح انواع سپرده بانکی و پرداخت تسهیلات ارزی یا ریالی با عاملیت بانک‌ها. عملکرد گذشته صندوق نشان می‌دهد که این روش تنها روش سرمایه‌گذاری صندوق در گذشته بوده است.

۲- سرمایه‌گذاری از طریق بازار بورس و اوراق بهادار

در این روش، انواع اوراق بهادار قابل معامله در بورس اوراق بهادار خریداری می‌شوند. این نوع سرمایه‌گذاری شامل خرید سهام شرکت‌ها، اوراق بدهی دولتی و خصوصی، اوراق بازدهی ثابت، اوراق مشارکت، صکوک، اسناد خزانه، انواع ابزارهای مشتقه، اختیار خرید و فروش و سایر انواع اوراقی است که در بازارهای بورس معامله می‌شوند. با توجه به نقش صندوق‌های ثروت ملی و حجم عظیم منابعی که معمولاً تحت مدیریت دارند، گرایش این صندوق‌ها اغلب به سمت اوراق بازدهی ثابت، اوراق خزانه و قرضه دولتی و سهام شرکت‌های خصوصی بزرگ و معتبر با نگرشی بلندمدت است.

در صورت تصمیم به استفاده از سرمایه‌گذاری از طریق بازار بورس، باید ملاحظات مهمی چون آثار و ابعاد مختلف موضوع به لحاظ اقتصاد کلان و تاثیر بر کل بازار بورس، نزولی بودن بازدهی بازار سهام طی یک سال گذشته، تبدیل به ریال شدن منابع ارزی صندوق چه در مرحله خرید سهم و چه در زمان فروش آن را به دقت بررسی و مدیریت شود.

۳- سرمایه‌گذاری از طریق ایجاد صندوق مشترک با یک صندوق یا نهاد مالی دیگر

در این روش اغلب دو یا چند صندوق ثروت از کشورهای مختلف با تشکیل صندوق مشترک اقدام به سرمایه‌گذاری در یکی از کشورهای صاحب صندوق‌ها می‌کنند. این روش اغلب به منظور اهرمی سازی منابع صندوق میزبان و انتقال تکنولوژی و جذب سرمایه خارجی انجام می‌شود. فایده این روش برای صندوق خارجی این است که در کنار صندوق متعلق به کشور میزبان، مدیریت ریسک و انجام امور اداری و شناخت مقررات کشور سرمایه‌پذیر با سهولت بیشتری انجام می‌شود.

۴- تملک مستقیم بخشی از سهام یک واحد تولیدی

در این روش، تمام یا بخشی از یک واحد تولیدی به تملک سرمایه‌گذار در می‌آید. این واحد تولیدی ممکن است تکمیل شده و در حال تولید، نیمه‌کاره و در حال ساخت و یا در مرحله مطالعه امکان‌سنجی باشد. ریسک و بازدهی این نوع سرمایه‌گذاری با هرچه تکمیل‌تر بودن پروژه رابطه مستقیم دارد. ضمناً در این روش، می‌توان بخشی از سهام شرکتی را که به صندوق بدهی دارد اما در شرایط فعلی امکان تولید و فروش و بازپرداخت بدهی خود را ندارد، به صندوق توسعه

ملی تعلق خواهد گرفت و این صندوق در سود و زیان یا تاخیر احتمالی در فرایند فروش و سوددهی سهیم خواهد بود. طبیعی است که منابع صندوق ایجاب می‌کند به دنبال سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی باشد که ریسک کمتر و سوددهی بالاتری داشته باشند. در اجرای این روش، لازم است ارزیابی ارزش پروژه، تایمن مواد اولیه آن، وجود بازار مناسب برای محصولات، ریسک‌های احتمالی و نقاط ضعف و قوت و فرصت‌ها و تهدیدهای پیش روی پروژه به دقت مشخص و ارزیابی شود.

۵- خرید املاک و مستغلات و یا مقادیر مشخصی طلا

فلز گرانبه‌های طلا، در کنار املاک و مستغلات مرغوب، همواره به عنوان اصلی‌ترین دارایی حفظ‌کننده ارزش مطرح بوده‌است. به لحاظ نظری، این روش سرمایه‌گذاری چندان پیچیده نیست و شخص متقاضی سرمایه‌گذاری به این روش، پس از مشخص کردن سهمی که طلا یا مستغلات در سبد دارایی‌های خود اقدام به خرید این اقسام می‌کند (فایگین^۳، ۲۰۰۴).

سرمایه‌گذاری در صندوق ثروت ملی

ساختار مناسب سرمایه‌گذاری عامل بسیار مهمی جهت جلوگیری از سوء مدیریت در منابع، کاهش تضاد منافع و جلوگیری از پذیرش ریسک بالا است. ایجاد سازوکار و فرآیند مناسب اجرایی و نظارتی و از طرفی ایجاد محدودیت‌ها به شرط عدم کاهش ظرفیت‌ها و توان مدیریت باعث کاهش سوء مدیریت منابع خواهد شد.

در صندوق ثروت ملی همچون هر نهاد مالی دیگر که در آن مدیریت از مالکیت جدا است، تضاد منافع وجود دارد. به عنوان مثال دولت‌ها با توجه به مالکیت بر منابع صندوق به دنبال سرمایه‌گذاری‌های خاص و منطبق با انگیزه‌های سیاسی خود هستند. به طور حتم ایجاد قوانین خاص در سرمایه‌گذاری همچون حداقل کردن سرمایه‌گذاری‌های داخلی، عامل مهمی در کاهش تضاد منافع در مدیریت است. یکی از مهم‌ترین اهداف در مدیریت دارایی‌ها حفظ اصل منابع و عدم پذیرش ریسک‌های غیرمنطقی است. تعیین محدودیت‌های لازم در زمینه سرمایه‌گذاری و ریسک از سوی ارکان سیاست‌گذار همچون هیئت‌امنا و تصویب استراتژی‌های اصلی سبب می‌شود که سرمایه‌گذاری و پذیرش ریسک به صورت معقولانه از سوی مدیران اجرایی انجام بگیرد. جدول زیر موضوعات مرتبط با سرمایه‌گذاری را بیان کرده است (جوادی، ۱۳۸۸):

³Feygin-

جدول ۱ سرمایه گذاری در صندوق های ثروت ملی

حوزه	زیر مقوله	محققین
سرمایه گذاری	<ul style="list-style-type: none"> ● ساختار و فرآیند سرمایه گذاری ● استراتژی ها، اهداف و سیاست ها ● ابزارهای مالی سرمایه گذاری ● روش های مختلف سرمایه گذاری ● تخصیص سبد سرمایه گذاری ● ارزیابی سرمایه گذاری و معیارهای مبتنی بر اهداف صندوق ● سازوکار مدیریت ریسک ● استقلال در سرمایه گذاری ● استفاده از مشاوران و مدیران خارج سازمانی ● عوامل مؤثر در گزینش ابزارهای مالی ● محدودیت های سرمایه گذاری ● اخلاق در سرمایه گذاری 	(Beck & Fidora, 2009) (Dewenter, Han, & Malatesta, 2010) (Pellizzula, 2017) (Truman E. , 2010) (Lyons, 2007) (Xiang, Kong, & Li, 2009) (Curzio & Miceli, 2010) (Scherer, 2009) (Chhaochharia & Leaven, 2009) (Bernstein, Lerner , & Schoar, 2013) (Ficova, 2015) (Alhashel, 2015) (Castelli & Scacciavillani, 2015) (Aizenman & Glick, 2009) (Ghahremani, 2014) (Xiang, Wang, Kong, & Li , 2009) (Knill, Lee, & Mauck, 2012)

ضرورت تغییر رویکرد صندوق توسعه ملی

می توان دلایل زیر را به عنوان اصلی ترین دلایلی که لزوم اتخاذ این رویکرد جدید را توجیه می کند، عنوان کرد.

الف) ظرفیت محدود نظام بانکی کشور

مطابق قوانین و رویه های جاری، اعطای تسهیلات با عاملیت بانکها مقارن است با تضمین بانک در بازپرداخت اقساط صندوق. این در شرایطی است که در زمان حال نیز برخی بانکها تا چندین برابر سرمایه پایه خود از طریق منابع صندوق تسهیلات پرداخت کرده اند و به لحاظ مدیریت ریسک، دیگر امکان تضمین بازپرداخت منابع صندوق را ندارند. این درحالی است که مطابق سیاست های کلی برنامه های توسعه و اساسنامه صندوق، مقرر شده است که سهم صندوق همواره در حال افزایش باشد و با ورود منابع جدید، قطعاً ظرفیت بانکها پاسخگوی منابع صندوق نخواهد بود.

ب) حرکت در مسیر هدف اساسنامه

مطابق اساسنامه، صندوق موظف است بخشی از عواید نفتی را به ثروت‌های ماندگار و سرمایه‌های مولد و زاینده اقتصادی تبدیل کند و سهم نسل‌های آینده از منابع نفتی را نگهداری کند. اعطای تسهیلات و بازگشت آن، اگر بدون اتلاف منابع باشد، در بهترین حالت منجر به نگهداری مبالغی وجه نقد در حساب صندوق خواهد شد. درحالی که با سرمایه‌گذاری و تملک دارایی‌های ارزنده یا واحدهای تولیدی سودده و پیشرو، این هدف اساسنامه‌ای بهتر محقق خواهد شد.

ج) وصول مطالبات صندوق

روی دیگر اعطای تسهیلات، وصول مطالبات است که بعضاً ممکن است دشواری‌هایی داشته باشد. اما یک شرکت تولیدی یک واحد اقتصادی تولیدکننده ارزش افزوده است که تملک آن تضمین‌کننده بازگشت سرمایه‌گذاری انجام شده است که بعضاً با افزایش ارزش خود دارایی نیز توأم خواهد بود. ضمن اینکه در بخش‌هایی که بعضاً وصول مطالبات تسهیلات پرداخت شده با دشواری‌هایی روبروست، این امکان فراهم خواهد شد که صندوق به جای دنبال کردن وصول مطالبات خود بصورت نقدی، می‌تواند به عنوان شریک بخشی از سهام شرکت‌های مذکور را تملک کند. به این ترتیب فشار پرداخت بدهی از روی شرکت برداشته می‌شود و صندوق می‌تواند به عنوان شریک تا زمان بهبود شرایط شرکت دریافت سود خود را به تعویق بیندازد.

د) تجربه دیگر صندوق‌های ثروت ملی

عملکرد صندوق‌های ثروت ملی دیگر کشورها، نشان می‌دهد این صندوق‌ها اغلب سبد دارایی‌های بسیار متنوعی دارند که از انواع اوراق قرضه دولتی تا سهام شرکت‌های خصوصی و نگهداری طلا و مستغلات در آن دیده می‌شود. این متنوع‌سازی سبد دارایی‌ها اغلب به منظور مدیریت مناسب ریسک دارایی صندوق انجام شده است (رهبر، ۱۳۹۴).

مطالعه تطبیقی ساختار سرمایه‌گذاری

صندوق‌های قطر، آلاسکا، نروژ و آلبرتا در کنار اهداف بلندمدت، اهداف کوتاه مدت را نیز برای کسب حداکثر کردن بازدهی مشخص می‌کنند. یکی از نکات مهم توجه خاص به معیارها و اهداف صرفاً اقتصادی در بخش بین نسلی است که این موضوع در همه صندوق‌های مورد مطالعه رعایت شده است و آنها به دنبال کسب بازدهی پایدار بلندمدت هستند. در کنار این اهداف اقتصادی و مالی، تأثیرات غیراقتصادی برای برخی از صندوق‌ها اهمیت بسزایی دارد. صندوق‌های آلبرتا، آلاسکا، نروژ و ابوظبی در سرمایه‌گذاری خود به دنبال توجه به فعالیت‌های اجتماعی، محیط زیست و حاکمیت شرکتی هستند و معیارهای سرمایه‌گذاری مسئولانه را به عنوان یک استاندارد اخلاقی در سرمایه‌گذاری‌ها، وارد کرده‌اند.

تمامی صندوق‌های مورد مطالعه، دارای یک فرآیند تصمیم‌گیری مصوب هستند که در آن قدم‌های اصلی در روش‌های مختلف سرمایه‌گذاری تعیین شده است که شامل شناسایی، ارزیابی، اجرا و مدیریت دارایی‌ها است. البته استراتژی مدیریت صندوق می‌تواند فعال (نروژ و ابوظبی) یا غیرفعال باشد. صندوق‌های ابوظبی، نروژ، قطر و کویت

برای اجرایی کردن سیاست های خود از واحدهای مختلف سرمایه گذاری استفاده و در برخی موارد برای هر یک از طبقات دارایی ها، واحدی مجزا ایجاد شده است. ارکان سیاست گذار صندوق های مختلف، محدودیت ها و شرایط ویژه سرمایه گذاری را علاوه بر اهداف و رویکردهای اصلی نیز تعیین کرده اند. به عنوان مثال می توان به تعیین کیفیت محل سرمایه گذاری ها (نروژ، آلاسکا و آلبرتا) درجه اعتباری ابزارهای مالی (نروژ، آذربایجان، آلاسکا و آلبرتا) محدودیت در اوراق مشتقه (کویت و ابوظبی) ممنوعیت در شرکت های غیر لیست شده (نروژ) ممنوعیت بر اساس اعتقادات فرهنگی و مذهبی (کویت، ابوظبی، نروژ و قطر) محدودیت در استفاده از ابزارهای مالی (آذربایجان و آلبرتا) اشاره کرد. استراتژی ها و سیاست های سرمایه گذاری باید به طور مستمر و مداوم بهبود پیدا کند. در صندوق های ابوظبی، آلبرتا، آلاسکا و قطر استراتژی ها، سیاست های و فرآیندهای سرمایه گذاری حداقل سالی یک بار مورد بازنگری قرار می گیرند.

تمامی صندوق های ثروت ملی مورد مطالعه از ابزارهای مختلف مالی برای متنوع سازی سبد سرمایه گذاری استفاده می کنند. صندوق های نروژ، ابوظبی، کویت، آذربایجان، آلبرتا و آلاسکا سبد هدف را در سطح ارزها، مناطق جغرافیایی و طبقات مختلف دارایی مشخص کرده اند. در صندوق های با اهداف چندگانه همچون آلبرتا، آذربایجان، کویت و ابوظبی مشارکت و سرمایه گذاری در طرح های بزرگ اقتصادی و توسعه ای وجود دارد. صندوق های کویت و ابوظبی در راستای اهداف توسعه ای اقدام به ارائه تسهیلات و سرمایه گذاری مستقیم در بخش های مختلف اقتصادی دولتی و غیردولتی می کنند. تعدادی از صندوق ها همچون نروژ و آلاسکا هیچ نوع سرمایه گذاری داخلی و ارائه تسهیلاتی ندارند.

یکی از معیارهای مهم در موفقیت صندوق ثروت ملی، استقلال مدیران اجرایی در تصمیمات است. در صندوق هایی همچون نروژ، آلبرتا، آلاسکا چهارچوب، اصول و اهداف اصلی از سوی بالاترین رکن ساختار مشخص و تصمیمات سرمایه گذاری به صورت آزادانه به مدیران یا هیئت اجرایی واگذار شده است. البته در برخی از صندوق ها همچون ابوظبی، کویت، قطر و آذربایجان باوجود گزینش مدیران از سوی مراجع دولتی آزادی عمل و استقلال به طور کامل به آنان واگذار شده است. برای افزایش استقلال، راه اندازی یک موجودیت حقوقی مستقل و حرفه ای به شکلی که از هر نوع نفوذ و ترغیب سیاسی دور باشد و عدم دخالت دولتمردان در گزینش مدیران اجرایی ضروری است. صندوق های آلبرتا و آلاسکا نمونه های مناسبی هستند که هر دو معیار فوق را جهت فعالیت عملیاتی مستقل، به کار برده اند. البته صندوق نفتی نروژ در این میان به عنوان یک استثناء، باوجود عدم استقرار یک نهاد مستقل، به دلیل ساختار مناسب مدیریتی و حاکمیتی، دارای حداکثر استقلال تصمیم گیری است (کاوند، ۱۳۸۸).

برون سپاری مدیریت منابع در تمامی صندوق های مورد بررسی انجام می شود. این امر در برخی صندوق ها همچون کویت، ابوظبی و قطر بسیار بیشتر از صندوق های نروژ، آلاسکا و آلبرتا است. در کشورهای توسعه یافته تنها زمانی برون سپاری انجام می گیرد که مزیت رقابتی و هزینه ای قابل توجهی وجود داشته باشد. در برخی از صندوق ها همچون ابوظبی، قطر، کویت و آذربایجان با توجه به تأثیر شگرفی که مدیران خارج سازمانی در موفقیت آنها دارند، زمان زیادی صرف انتخاب، نظارت و کنترل برون سپاری می شود. جهت برون سپاری مدیریت منابع لازم است در قوانین و سیاست های مصوب، معیارها و فرآیند گزینش به تصویب بالاترین رکن سیاست گذاری برسد. در صندوق

های نروژ، آذربایجان و آلاسکا حداقل الزامات لازم برای گزینش مدیران خارج سازمان همچون مدارک و مجوزهای لازم، رتبه اعتباری، حداقل تجربه کاری و میزان دارایی های تحت مدیریت تعیین شده است.

یکی از دغدغه های اصلی مالکان صندوق های ثروت ملی، بررسی عملکرد این نهادهای مالی است. معیارهای ارزیابی باید قابل اندازه گیری، تکرارپذیر و جهت مقایسه سبد سرمایه گذاری منصفانه باشد. صندوق های آلبرتا، آلاسکا و آذربایجان از نرخ های بازدهی معین مثل تعیین نرخ های ثابت (۹ درصد در بلندمدت) یا نرخ های لایبور برای اوراق درآمد ثابت استفاده می کنند. برخی از صندوق ها مثل آلبرتا، نروژ، آلاسکا و آذربایجان از شاخص منفعل استفاده می کنند. این شاخص شامل ترکیبی از ابزارهای مالی با اوزان مختص به خود است؛ عملکرد بهتر نسبت به این سنجه نشان از ایجاد ارزش افزوده به دلیل استراتژی های مناسب تخصیص منابع است. یکی دیگر از روش ها، مقایسه عملکرد با سبدهای مشابه و هم نوع است که در حال حاضر در صندوق آلبرتا و آلاسکا بکار گرفته می شود. همان طور که می دانیم سیاست های سرمایه گذاری صندوق ها متنوع است و با توجه به اهداف و محدودیت ها، ترکیب سبد سرمایه گذاری مختص به خود را دارند. این محدودیت و گمراه کننده بودن معیارهای ارزیابی موجود، سبب شد تعدادی از صندوق ها همچون کویت، آلاسکا و آلبرتا، از طریق یک نهاد ثالث معیار و سنجه ترکیبی اختصاصی ایجاد و ارائه دهند. تعدادی از صندوق های ثروت ملی معیارهای غیراقتصادی و توسعه ای برای تصمیم های سرمایه گذاری نیز مشخص کرده اند. به عنوان مثال صندوق های نروژ، آلبرتا و آلاسکا عملکرد مسئولانه و رشد پایدار اقتصادی را به عنوان معیارهای ارزیابی سرمایه گذاری تعیین کرده است و به موضوعات مرتبط با تغییرات آب و هوایی و توسعه بین الملل، مسائل حقوق بشر و حاکمیت شرکتی توجه می شود (رهبر، ۱۳۹۴).

مطالعه تطبیقی ساختار مدیریت ریسک

مدیریت ریسک در صندوق های ثروت ملی مورد مطالعه در حوزه های مختلف تجاری، بازار، اعتباری، عملیاتی و طرف معامله و سایر موارد اجرایی می شود. در بیشتر صندوق های توسعه یافته همچون آلبرتا، آلاسکا و نروژ بالاترین رکن سازمان وظیفه ایجاد یک ساختار و فرآیند مناسب برای مدیریت ریسک ها را بر عهده دارد. همچنین حداکثر ریسک مورد انتظار و قابل تحمل معمولاً از سوی رکن سیاست گذار و ناظر تعیین می شود و مدیران اجرایی ملزم به رعایت آنها هستند. به عنوان مثال میزان پذیرش ریسک در صندوق ثروت ملی قطر از سوی هیئت مدیره سازمان و تحت نظارت شورای عالی امور اقتصادی و سرمایه گذاری یا در صندوق آلبرتا اداره دارایی و خزانه داری، میزان ریسک قابل تحمل (هدف) هر دارایی را تعیین و اعلام می کند. در صندوق های نروژ، آلبرتا، آلاسکا، ابوظبی، آذربایجان، قطر و کویت شناخت و مدیریت ریسک، نقش اساسی در استراتژی ها و تصمیمات سرمایه گذاری دارد تا بدون تحمل ریسک های غیرمنطقی حداکثر بازدهی مورد نظر کسب شود.

در قوانین مدیریت ریسک، اصول اندازه گیری ریسک ارائه شده است. مدل ارزیابی و مدیریت ریسک باید همچون صندوق های مورد بررسی کل گرا باشد و در بخش ریسک های سرمایه گذاری به شکلی طراحی شود که ضمن در نظر گرفتن ریسک های طبقات مختلف دارایی، مدیریت کارا و مؤثر آنها را نیز انجام دهد. در صندوق های نروژ، قطر،

آلبرتا، آلاسکا و آذربایجان اندازه گیری به روش های مختلف نسبی و مطلق انجام می گیرد. ریسک نسبی، ریسک مورد انتظار سبد سرمایه گذاری بر اساس یک معیار استاندارد است. از روش های ارزش در معرض ریسک، تحلیل سناریو و آزمون استرس برای اندازه گیری ریسک (به ویژه ریسک بازار) در صندوق آلبرتا، آذربایجان، ابوظبی، نروژ و آلاسکا استفاده می شود (شاهمرادی، ۱۳۸۹).

ارزیابی ریسک در صندوق های مورد بررسی، در واحد مدیریت ریسک انجام می گیرد که این واحدها معمولاً به طور مستقیم با مدیریت اجرایی همکاری دارند تا شناخت، نظارت و کاهش ریسک های استراتژیک در سریع ترین زمان ممکن صورت بگیرد. از جمله وظایف واحد مذکور که در تمامی صندوق های ثروت مورد مطالعه تقریباً مشترک است به تحلیل ریسک و عملکرد سازمان، شناسایی و اطلاع رسانی مسائل مرتبط با ریسک، ایجاد درک از ریسک در بخش های مختلف صندوق و آموزش کارکنان اشاره کرد. در برخی صندوق ها، مثل ابوظبی کمیته مدیریت ریسک نیز، به عنوان یکی از کمیته های تخصصی، در ساختار سازمانی فعالیت دارد. یکی از وظایف اصلی آن، اطمینان از تطابق فعالیت های واحد مدیریت ریسک با چارچوب های کلی و مصوب ریسک در سازمان است.

اثر انواع سرمایه گذاری بر اثربخشی صندوق توسعه ملی در اقتصاد

سرمایه گذاری همواره به عنوان یکی از عوامل اساسی در توسعه اقتصادی در جوامع مطرح بوده و دولت ها را بر آن داشته تا به منظور دستیابی به یک اقتصاد توسعه یافته و پویا، توجه ویژه ای به آن معطوف دارند. با توجه به اهمیت سرمایه گذاری در بهبود عملکرد صندوق توسعه ملی، اقدامات مهمی در توسعه سرمایه گذاری داخلی و خارجی انجام شده است. برای جذب سرمایه گذاری با تسهیل در قوانین و مقررات، تخصیص اعتبارات خاص، اعطای یارانه، معافیت های مالیاتی، اجرای طرح ها و پروژه های مهم سرمایه گذاری، تصویب قانون تشویق و حمایت از سرمایه گذاری خارجی و تصویب قانون سیاست های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، انتظار می رود جذب سرمایه گذاری داخلی و خارجی روند رو به رشدی به خود بگیرد که همه این اقدامات با توجه به اهمیت موضوع سرمایه گذاری، نیاز کشور به تأمین مالی پروژه ها، انتقال تکنولوژی، ایجاد اشتغال مناسب و ... صورت گرفته است.

علیرغم همه اقدامات صورت گرفته در جذب سرمایه گذاری داخلی و خارجی، مسائل و مشکلات فراوانی مشاهده می شود از جمله وجود قوانین و مقررات بازدارنده، بالا بودن رتبه ریسک کشور در فعالیتهای تولیدی، حاکمیت اقتصاد دولتی، ناکافی بودن بسترها و زیرساخت های فیزیکی، بوروکراسی زائد اداری، وجود ذهنیت منفی به وضعیت اقتصادی و امنیتی ایران، نامطلوب بودن فضای کسب و کار، تحریم های اقتصادی، مسائل و مشکلات جهانی و ناکارآمدی سیستم بانکی.

اقتصاددانان کلاسیک معتقدند که تمرکز سرمایه به مثابه کلیدی برای توسعه اقتصادی است و برای تمرکز سرمایه نیاز به پس انداز بیشتر وجود دارد. به عقیده کلاسیک ها انگیزه سودجویی عامل اصلی سرمایه گذاری ها است و هر چه نرخ سود بالاتر باشد میزان تمرکز سرمایه و در نتیجه سود بیشتر خواهد بود. جان مینارد کینز معتقد بود که سرمایه گذاری از

پارامترهای اصلی در تقاضای کل بوده و افزایش سرمایه گذاری باعث افزایش تقاضای کل و افزایش درآمد ملی می شود (بهبودی، ۱۳۸۶).

برای تبیین رفتار سرمایه گذاری، تئوری‌های مختلفی ارائه شده که مهمترین آنها عبارتند از نظریه وجوه داخلی سرمایه گذاری، تئوری شتاب سرمایه گذاری، تئوری نئوکلاسیک توپین. در تئوری وجوه داخلی سرمایه‌گذاری و تئوری سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری تابعی از سود در نظر گرفته می‌شود. در نظریه شتاب فرض بر این است که سرمایه‌گذاری ناخالص، تابعی مستقیم از سطح تقاضای کل و تابعی معکوس از موجودی سرمایه دوره قبل است. در تئوری نئوکلاسیک، سرمایه‌گذاری صرفاً تمرکز بر تعیین حجم سرمایه بهینه می‌باشد و متغیر مهم و اساسی در تعیین حجم سرمایه بهینه، ارزش حقیقی سرمایه نسبت به نرخ دستمزد حقیقی می‌باشد. در تئوری توپین نیز فرض بر این است که موجودی مطلوب سرمایه و سرمایه‌گذاری برابر نسبت ارزش بازاری دارایی‌های موجود بر هزینه جایگزینی این دارایی‌ها می‌باشد. تئوری نکته را در نظر می‌گیرد که بنگاه خود می‌تواند انتخاب کند که در کارخانه و ماشین آلات سرمایه‌گذاری کند یا در بخش مالی سرمایه خود را به جریان اندازد (لاجوردی و همکاران، ۱۳۹۴).

در اکثر کشورهای در حال توسعه، به دلیل پایین بودن سطح پس انداز، درآمد ناچیز، بازدهی نازل، نرخ رشد جمعیت بالا، کمبود تجهیزات سرمایه‌ای، توزیع نابرابر درآمد، فقدان مؤسسات مالی سازمان یافته، عقب افتادگی اقتصادی و تکنولوژی و کسری بودجه، سرمایه‌گذاری داخلی انجام شده در حد مطلوب نمی‌باشد و این کشورها جهت جبران عقب ماندگی متوسل به کشورهای دیگر شده و با استقراض از کشورها و شرکت‌ها و مؤسسات مالی، امتیازات سنگینی نیز به مؤسسات وام دهنده داده می‌شود و بعضاً نیز از منابع جذب شده استفاده بهینه ای نمی‌شود.

در خصوص سرمایه‌گذاری خارجی و انواع جریان‌های بین‌المللی سرمایه تقسیم بندی‌هایی وجود دارد که به طور کلی جریان سرمایه‌های بین‌المللی را می‌توان به دو دسته کلی تقسیم کرد (نادعلی، ۱۳۹۲). دسته اول شامل وام‌ها، امانه‌ها و منابع دیگر تأمین مالی می‌باشد که شامل تأمین مالی اعتباری، وام‌های قراردادی، امتیازات بازرگانی یا صادراتی و انواع دیگر وام‌ها و اعتبارات می‌شود. دسته دوم شامل سرمایه‌گذاری خارجی است که به دو دسته اصلی سرمایه‌گذاری مستقیم و غیرمستقیم تقسیم می‌شوند.

بنابراین می‌توان گفت افزایش رشد اقتصادی و تولید باعث افزایش در جذب سرمایه‌گذاری و بهبود عملکرد صندوق توسعه ملی می‌شود. افزایش رشد اقتصادی و تولید با حمایت دولت از سرمایه‌گذاران، فراهم نمودن زیرساخت‌ها، اعطای تسهیلات بانکی به بخش تولید، تخصیص یارانه و کاهش بوروکراسی اداری و بهبود فضای کسب و کار، باعث ایجاد رونق اقتصادی و افزایش تمایل به سرمایه‌گذاری به ویژه توسط بخش خصوصی می‌شود. ایجاد ثبات اقتصادی و کنترل نرخ تورم (بالا بودن نرخ تورم با بالا بردن نااطمینانی نسبت به آینده انگیزه سرمایه‌گذاری را کم می‌کند) و ایجاد نظم و امنیت در بازارهای پولی و مالی کشور به منظور جلوگیری از نوسانات نرخ تورم و نرخ ارز در بازارهای داخلی باعث افزایش تمایل به سرمایه‌گذاری و افزایش اطمینان خاطر سرمایه‌گذاران می‌شود چرا که یکی از عوامل بسیار مؤثر در توسعه سرمایه‌گذاری افزایش امنیت سرمایه‌گذار می‌باشد که سرمایه‌گذاران هر چند به دنبال افزایش سودآوری خود

هستند اما عامل مهمی که این امر را تحت الشعاع قرار می‌دهد، احساس امنیت است که نقش دولت و مسئولین در این زمینه بسیار مهم است.

افزایش هزینه‌های جامعه و افزایش هزینه‌های دولت به ویژه افزایش هزینه دولت برای فراهم ساختن زیرساخت‌ها باعث افزایش تمایل سرمایه‌گذاران (داخلی و خارجی) در افزایش سرمایه‌گذاری می‌شود و از سوی دیگر افزایش هزینه منجر به افزایش تقاضا و ایجاد رونق و افزایش تولید و در نهایت افزایش سرمایه‌گذاری می‌شود.

افزایش درجه باز بودن اقتصاد که لازمه آن تسریع در مبادلات تجاری، اصلاح نرخ تعرفه‌ها و تسریع در امور گمرکی است باعث افزایش تمایل به سرمایه‌گذاری و جذب سرمایه‌گذاری می‌شود که نقش دولت در این زمینه بسیار مهم و اساسی است و لازم است دولت با اصلاح ساختار مناسب در این بخش، زمینه‌های جذب سرمایه‌گذاری را فراهم نماید. با توجه به تأثیر مثبت زیربنای اقتصادی در جذب و توسعه سرمایه‌گذاری، ایجاد شهرک‌ها و نواحی صنعتی، مناطق ویژه اقتصادی و مناطق آزاد تجاری می‌تواند زمینه جذب سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی و ایرانیان مقیم خارج از کشور را فراهم نماید و این امر منجر به بهبود صندوق توسعه ملی شود. فعالیت‌های بین‌المللی ایران و حضور در مجامع مختلف جهان و تبلیغات مناسب برای نشان دادن قابلیت‌ها و فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند اثرات منفی تبلیغات منفی و تحریم‌های کشورهای غربی را بر علیه ایران خنثی نماید، لذا حضور فعال ایران در مجامع و نهادهای بین‌المللی و اقدامات مؤثر دولت که برای لغو قطعنامه‌های شورای امنیت بر علیه ایران و اجرایی شدن برجام انجام گرفته است که نتیجه آن لغو کلیه تحریم‌های اقتصادی بر علیه کشور است، نوید دهنده جذب سرمایه‌گذاری داخلی و خارجی و ایجاد رونق اقتصادی است.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

نتایج تحقیق نشان می‌دهد روش‌های سرمایه‌گذاری بر اثربخشی منابع صندوق توسعه ملی اثرگذار است. از این رو باید گفت که در اقتصاد ایران تاکنون نگرش دولتمردان به منابع نفت و گاز تنها به عنوان یک منبع درآمدی بوده و هرگز به عنوان منبع ثروت به آن نگریسته نشده است. پیش از پرداختن به هر راهکاری باید نحوه نگرش به این درآمدها را تصحیح نمود و از یک نگرش صرفاً مالی به سوی نگرشی تولیدمحور حرکت کرد. تنها از این راه است که می‌توان سرمایه‌های زیرزمینی را به سرمایه‌های روی زمینی تبدیل کرد. استفاده از روش‌های مدیریتی نوین برای حفظ و صیانت از این مخازن و اتخاذ راهکارهایی برای افزایش سرمایه‌گذاری در این صنایع در کنار هدفمندی در استفاده از منابع حاصل از صادرات نفت و گاز، در توسعه و خلق ثروت در کشور معنا می‌یابد. نباید فراموش کرد که نفت و گاز منابع تأمین درآمد برای کشور نیستند، بلکه این کالاها دارایی‌های سرمایه‌ای کشور می‌باشند که مدیریت مدبرانه آنها عبارت است از بهره‌برداری بهینه از آنها در راستای توسعه اقتصادی، خلق ثروت و سرمایه‌گذاری‌های زیربنایی. براساس ادبیات موجود، وجود صندوق‌های تثبیت و پس‌انداز اگرچه نابسامانی‌ها را تا حدودی تخفیف داده است، اما مهم‌ترین نکته قابل توجه آن است که صندوق‌های مدیریت درآمدهای نفتی به هیچ وجه جایگزین سیاست‌های مالی و مدیریت اقتصادی سالم در کشورها نیستند و تنها سبب می‌شوند که ترکیب سیاست‌ها با وجود این صندوق‌ها

استحکام بیشتری پیدا کند. همان گونه که در تجربه حساب ذخیره ارزی مشاهده شد، عملکرد و سیاست‌های دولت و نحوه نگرش دولتمردان به درآمدهای نفتی می‌تواند مهم‌ترین فاکتور در این راستا تلقی شود.

مسئله اساسی تدوین و طراحی یک حساب یا صندوق یا هر سیستم ذخیره ارزی دیگری این است که در ساختار سیاسی اقتصادی کشور، در جایگاه مناسبی تعریف شود، مدیریت حاکم بر آن به صورت قوی طراحی گردد، از شفافیت کافی برای نظارت برخوردار باشد؛ استراتژی‌های مربوط به نحوه نگهداری دارایی‌های صندوق و استراتژی‌های مربوط به هزینه منابع صندوق به صورت کارا و بهینه طراحی شود و در نهایت و مهم‌تر از همه اینکه رابطه میان دولت و صندوق به نحو مناسبی طراحی شده و صندوق از استقلال کافی برخوردار باشد؛ به نحوی که بتواند در برابر دست‌اندازی‌های دولت به منابع آن بایستد و از آن جلوگیری کند.

باید پذیرفت که با توجه به تجربیات جهانی، بزرگ‌ترین مشکلات در زمینه تخصیص نابجای منابع و شکست در حفظ انضباط مالی صندوق‌ها، برای صندوق‌هایی رخ داده است که مدیریت، نظارت و تصمیم‌گیری امور آنان در ساختار دولتی و قوه مجریه تعریف شده است. از این رو باید شرایطی را فراهم کرد که در رابطه با صندوق توسعه ملی، دولت‌ها نتوانند به سادگی از منابع صندوق استفاده کنند و از سوی دیگر مجلس نیز باید مانع برداشت منابع صندوق توسط دولت گردد و به هیچ عنوان حق استفاده فراقانونی از اعتبار آن داده نشود.

ساختار تشکیلاتی مناسب صندوق‌های مدیریت منابع طبیعی در بستری دموکراتیک و شفاف رشد و توسعه می‌یابد. برای شفاف نمودن اطلاع‌رسانی باید ابتدا تمامی نقل و انتقالات صندوق در حساب‌های ملی منعکس شده و بر مبنای اصل قانونی انجام شده و سپس این اطلاعات در اختیار مردم و کارشناسان قرار گیرد. هرگونه محرمانه‌تلقی نمودن این نقل و انتقالات زمینه بروز برداشت‌های غیرقانونی را فراهم می‌کند. در حال حاضر اطلاعات روشن و شفافی از موجودی صندوق توسعه ملی در اختیار کارشناسان و عموم مردم قرار نمی‌گیرد و این امر راه را برای رانت‌جویی و عدم انضباط مالی دولت باز می‌کند.

منابع

- بهبودی، داوود، متفکرزاده، محمد علی، محمدزاده، پرویز، صادقی، سیدکمال (۱۳۸۶) صندوق توسعه ملی یا توزیع مستقیم درآمدهای نفتی (بررسی مقایسه ای). فصلنامه مجلس و راهبرد، ۴۰-۸۶.
- جوادی، شاهین و دیگران (۱۳۸۸) مدیریت اقتصاد کلان در کشورهای صادرکننده نفت مجموعه مقالات، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی.
- رهر، فرهاد، سلیمی، احسان (۱۳۹۴). نقش انضباط مالی دولت و صندوق توسعه ملی در کاهش بیماری هلندی در اقتصاد ایران. فصلنامه مطالعات اقتصادی کاربردی ایران. ۴ (۱۴). ۲۱۹-۲۴۳.
- شاهمرادی و ابراهیمی (۱۳۸۹) ارزیابی اثرات سیاست‌های پولی در اقتصاد ایران در قالب یک مدل پویای تصادفی نیوکینزی، مجله پول و اقتصاد، سال دوم، شماره ۳.
- کاوند، حسین (۱۳۸۸). تبیین آثار درآمدهای نفتی و سیاست های پولی در قالب یک الگوی ادوار تجاری واقعی برای اقتصاد ایران، رساله دکتری، دانشکده اقتصاد، دانشگاه تهران.
- لاجوردی، سیدعنان، توحیدی نیا، ابولقاسم و رضائی صدر آبادی، محسن (۱۳۹۴) بررسی نقش صندوق توسعه ملی در تحقق عدالت اقتصادی. مطالعات اقتصاد اسلامی، ۹۱-۱۲۰.
- مه‌دویان، محم‌دهادی (۱۳۸۵) بازنگری کارکرد و ساختار حساب ذخیره ارز، ی تهران: مرکز تحقیقات استراتژیک، معاونت پژوهش‌های اقتصادی.
- نادعلی، محمد (۱۳۹۲) مسیر حرکت آتی صندوق توسعه ملی. صندوق توسعه ملی ایران، همایش ملی ثروت ملی، توسعه پایدار، تهران.
- هادی زوز، بهروز (۱۳۸۸) صندوق توسعه ملی مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، دفتر مطالعات برنامه و بودجه.
- Feygin, M, Satkinn, R. 2004. "The Oil Reserve-to-production Ration and its proper interpretation", *Natural Resources Research*, 13(1).
- Ficova, A. (2015). Analysis of Sovereign Wealth Funds: From Asset Allocation to Growth. *Global Journal of Management and Bussiness Research*, 65-74.
- Gustavo Yudi Bagattini. Jan 2011. "The Political Economy of Stabilization Funds: Measuring their Success in Resource-Dependent Countries", *Institute of Development Studies*, Working Paper 356.
- Hammer, C., Kunzel, P., & Petrova, I. (2008). Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices. IMF Working Paper
- Hotelling, Harold. 1925. "A general mathematical theory of depreciation", *Journal of the American Statistical Association*, 20(151).
- Kozminski, K., & Baek, J. (2017). Can an oil-rich economy reduce its income inequality? Empirical evidence from Alaska's Permanent Fund Dividend. *Energy Economics*, 65, 98-104.
- Jin, Z. (2016). Enhancing the Transparency of Sovereign Wealth Funds: From the Middle East to China. *Journal of Middle Eastern and Islamic Studies*, 90-120.

Manzoor D, Taghipour A., (2016), A dynamic stochastic general equilibrium model for an oil exporting and small open economy: the case of Iran. *Journal of Economic Research and Poilicies*, 3.; 23 (75) :7-44

Melina, Giovanni; Yang, Shu-Chun S. & Zanna, Luis-Felipe (2014). "Debt Sustainability ,Public Investment and Natural Resources in Developing Countries: the DIGNAR International Monetary Fund, Washington , 150 - Model," *IMF Working paper*, pp. 14 D.C.

Pellizzula, L. (2017). HUNTING UNICORNS(Sovereign Wealth Fund Annual Report 2016). Milan: Bocconi University and FEEM

Sayadi, M., Bahrami, J. (2015). Assessing the Effects of Oil Revenue Investment Policies on Macroeconomics Variables in Iran: The Stochastic Dynamic General Equilibrium Approach. *Iranian Energy Economics*, 4(16), 85-135. doi: 10.22054/jiee.2015.1895.

Stevens, P.,Dietsche, E. 2008. "Resource Curse: An Analysis of Causes, Experiences and Possible Ways Forward", *Energy Policy*, 36, 56-65.